

# GLOBAL ARSA I

## Fideicomiso Financiero

### Estructura de capital

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto hasta VN USD	DSCR <sup>a</sup>	Cupón (%)	Vencimiento final legal
VDF	AAsf(arg)	Estable	100.000.000	3,41x	3,0%	Ene/2027

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria - USD: dólar estadounidense - DSCR: Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda - a) estimado en escenario base para el primer servicio de capital e intereses, Incluye fondo de reserva.

Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el originador a agosto 2023. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

### Factores relevantes de la calificación

**Asignación de calificación:** FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante FIX o la calificador- asignó la calificación 'AAsf(arg)' con perspectiva 'Estable' a los VDF por hasta VN USD 100.000.000 a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero Global ARSA I. La calificación se sustenta en la capacidad de Aerolíneas Argentinas S.A. (ARSA o el fiduciante) de continuar generando los bienes fideicomitados cedidos, su fuerte vínculo con el Estado Nacional, los buenos ratios de cobertura de los servicios de deuda (DSCR) y las mejoras crediticias de la estructura. FIX opina los flujos cedidos, incluyendo el fondo de reserva, son suficientes para cubrir posibles variaciones bruscas en el tipo de cambio.

**Capacidad para generar los bienes fideicomitados:** FIX considera que ARSA posee una muy buena capacidad para continuar generando los derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina bajo el comercio N°15442585 (venta web) con las tarjetas VISA (los bienes fideicomitados). ARSA es la aerolínea de bandera del Estado Argentino, líder absoluta del mercado local de transporte de pasajeros. En los primeros 8 meses de 2023, posee una participación del 63,6% en pasajero o 63,4% en vuelos locales y, en el transporte internacional desde Argentina, del 14,0% pasajeros o 24,0% en vuelos, con un total de 7,1 millones de pasajeros transportados en cabotaje (+19,4% respecto de 2022) y 1,8 millones en vuelos internacionales (+40,0% respecto 2022).

**Fuerte vínculo con el Estado Nacional:** FIX identifica una fuerte relación entre Aerolíneas Argentinas S.A. y el Estado Nacional, a partir de la fortaleza del vínculo. El Estado Nacional controla el 99,999% de las acciones de ARSA, históricamente le ha prestado soporte para hacer frente a deudas y acceso al mercado de cambios para repago de deudas en el exterior. Los planes de negocios e inversión están totalmente alineados con la política social y turística del Estado Nacional, teniendo objetivos más allá de los operativos y financieros. Desde su reestatización en 2008, el Estado Nacional ha realizado todos los años transferencias que son capitalizadas, las mismas están incorporadas en el presupuesto nacional que es presentado ante el Congreso cada año. Desde 2008 hasta el 2022 se acumularon un total de USD 7.909 millones (promediando USD 527 millones por año y alcanzando USD 353 millones en 2022). Adicionalmente, tanto el Tesoro Nacional como el BNA (también controlado por el Estado Nacional) han sido garantes de operaciones de leasings operativos, leasings financieros y de préstamos en el exterior para la compra de aeronaves.

**Buenos ratios de cobertura:** FIX estima que la estructura presenta buenos ratios de cobertura de los servicios de deuda (DSCR) en los distintos escenarios modelizados. Para el escenario base, se estima el DSCR en 3,21x (veces) o 3,45x si incluimos el fondo de reserva. En el escenario estresado, los mismos se reducen a 2,73x o 2,97x respectivamente y en un escenario similar al 2021, sería de 1,78x o 2,03. En el escenario base, se estima un flujo

### Informe Preliminar

#### Índice

	pág.
Factores relevantes de la calificación	1
Sensibilidad de la calificación	2
Resumen de la transacción	2
Riesgo crediticio	4
Riesgo de estructura	8
Riesgo de mercado	10
Riesgo legal	10
Limitaciones	10
Descripción de la estructura	11
Antecedentes	13
Anexo I: Dictamen de calificación	15

### Crterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas, registrado ante la CNV, Junio 2014

### Informes Relacionados

BICE Fideicomisos S.A.

Banco de la Nación Argentina

Puente Hnos S.A.

Impacto del Coronavirus en Finanzas Estructuradas, Mar. 30, 2020

### Analistas

Analista Principal  
 Mateo López Vicchi  
 Analista Semi-Senior  
[mateo.lopezvicchi@fixscr.com](mailto:mateo.lopezvicchi@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8144

Analista Secundario  
 Ayelén Sabatino  
 Analista Semi-Senior  
[ayelen.sabatino@fixscr.com](mailto:ayelen.sabatino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8126

Responsable del Sector  
 Mauro Chiarini  
 Director Senior  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8140

mensual normalizado de USD 27,9 millones considerando que las ventas de los pasajes internacionales incluyen impuestos y percepciones (representan alrededor del 50% de los flujos de estas ventas) que no corresponderían en un contexto de una eliminación de la brecha cambiaria. El escenario estresado contempla las ventas de 2019, previo a la pandemia. FIX no consideró un evento de pandemia similar al 2020 dado los aprendizajes respecto del manejo de la misma. Los DSCR calculados asumen la emisión de la serie I por hasta un VN USD 100 millones, de haber series adicionales emitidas dentro del programa, las mismas serán subordinadas a la serie I.

**Cesión de créditos:** los documentos provistos por las partes constatan que la cesión de los flujos futuros de los créditos implica una venta verdadera ("true sale"). La cesión fiduciaria del flujo será válida entre las partes, constituyéndose como un patrimonio separado, quedando exento de la acción de los acreedores de tales partes.

**Mejoras crediticias:** los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco de la Nación Argentina (BNA o Banco Nación) ['AA(arg)/Estable/A1+(arg)'] de titularidad del fiduciante, que estará sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso. El fiduciario tendrá un poder irrevocable para debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos. La estructura cuenta cláusulas gatillo (eventos especiales) que reducen la frecuencia de pago a mensual, modifican la cascada de pagos y aceleran la amortización de los valores fiduciarios.

**Riesgos vinculados al tipo de cambio:** los VDF estarán denominados en dólares estadounidenses y los servicios serán abonados en pesos al tipo de cambio aplicable por el fiduciario. Si bien, dadas las características del rubro, ARSA lleva en paralelo una contabilidad con números valuados en moneda extranjera, el activo fideicomitado está denominado en pesos y pueden existir riesgos de exposición a descalce y volatilidad cambiaria. De todas maneras, cuando se analiza el flujo total de la compañía por el canal de venta a ser fideicomitado, la holgura de los DSCR y las mejoras crediticias de la estructura, FIX estima los VDF son capaces de soportar posibles futuros desfasajes cambiarios.

**Nivel de endeudamiento del fiduciante:** los VDF de la serie I representarían un 4,9% de la deuda total Aerolíneas, lo que se considera bajo. A diciembre 2022, la deuda total de ARSA era de USD 2.040 millones que incluía deuda financiera por USD 370 millones y el resto por arrendamientos de las aeronaves (leasing). ARSA tenía a dic.'22 una débil posición de liquidez, pese a tener caja y equivalentes por USD 229 millones, aunque en plena mejora, ya que tomando en cuenta el EBITDAR la caja logra cubrir el 46% de la deuda de corto plazo y alquileres, desde el 1% en 2021 y valores negativos en los años anteriores. En tanto la cobertura de intereses con EBITDAR es negativa.

**Experiencia y desempeño del fiduciario:** BICE Fideicomisos S.A. (BFSA) posee una muy buena experiencia y un buen desempeño como fiduciario de securitizaciones, se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable'. La misma es una entidad fiduciaria cuyo controlante y accionista principal es Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE).

**Riesgo de contraparte:** Payway S.A.U. es la contraparte para el pago de los bienes fideicomitados. FIX considera que la calidad crediticia de la misma es consistente con la calificación de los VDF.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación puede verse afectada negativamente en caso de un deterioro de la calidad crediticia de ARSA y/o de su capacidad de continuar generando los bienes fideicomitados. Asimismo, una disminución de los DSCR por debajo de los estimados en los distintos escenarios, indistintamente de los motivos, podrían implicar una baja de la calificación.

En el caso que el Estado Argentino deje de prestarle soporte a la empresa, el mismo deberá analizarse en el contexto de la situación operativa y crediticia de ARSA a ese momento.

### Fideicomiso Financiero GLOBAL ARSA I – Resumen

Fiduciario:	BICE Fideicomisos S.A. ['1FD(arg)/Estable']
Fiduciante:	Aerolíneas Argentinas S.A.
Contraparte contrato de adquisición:	Payway S.A.U.
Cuentas fiduciarias:	Banco de la Nación Argentina ['AA(arg)/Estable/A1+(arg)']
Títulos a emitir:	Valores de Deuda Fiduciaria
Monto de emisión:	Hasta USD 100.000.000
Moneda de emisión:	Dólares estadounidenses (USD o dólar)
Moneda de integración y pago:	Pesos (\$)
Tipo de cambio aplicable:	El mayor entre: i) tipo de cambio mayorista (Comunicación "A" 3500 del BCRA); ii) tipo de cambio billete vendedor del BNA; o iii) el tipo de cambio utilizado para la venta de pasajes aéreos internacionales expresado en dólares estadounidenses dentro del territorio de la Argentina.
Activo subyacente:	Derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina bajo el comercio N°15442585 (venta web) con las tarjetas VISA.
Agente de control y revisión:	Ezequiel Vales
Agente de control y revisión suplente:	Javier Fernando González
Colocadores:	Puente Hnos. S.A. y Nación Bursátil
Organizador:	Puente Hnos. S.A. ['A+(arg)/Estable/A1(arg)']
Asesor legal:	Tavarone, Rovelli, Salim & Miani
Ámbito de negociación:	Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) o en cualquier otro mercado autorizado
Agente de registración y pago:	Caja de Valores S.A.
Ley aplicable:	República Argentina

Fuente: Documentos de emisión

En el caso de una mejora operativa y crediticia de ARSA que disminuya la asistencia del Estado Argentino y logre una estabilidad de sus operaciones conjuntamente con muy buenos DSCR, podría implicar una suba de calificación de los VDF.

### Resumen de la transacción

Aerolíneas Argentinas S.A. (ARSA o el fiduciante) cederá a BICE Fideicomisos S.A. (BFSa o el fiduciario) los derechos de cobro futuros derivados de la venta de pasajes aéreos con tarjetas de crédito y débito VISA adheridas a la red Payway para vuelos internacionales y de cabotaje pagaderos en pesos a través de su plataforma de e-commerce (venta web) a partir de la fecha de corte (que corresponderá a la fecha de emisión de los VDF) que integrará el activo subyacente del fideicomiso financiero Global ARSA I. En contraprestación, el fiduciario emitirá VDF por hasta un monto de VN USD 100 millones a ser aplicados al plan de desmonte y mantenimiento de motores de la flota de aeronaves de ARSA.

Los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco de la Nación Argentina, de titularidad del fiduciante, que estará sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso. El fiduciario tendrá un poder irrevocable para debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos.

El programa habilita la emisión por hasta USD 300 millones, sin embargo, el flujo cedido para nuevos instrumentos de deuda se encontrará subordinado al repago de la serie I en caso de que se ceda la presente línea de venta.

## Evaluación

### Riesgo crediticio

**Modelo, aplicación de metodología e información:** el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)).

El análisis implicó la evaluación crediticia de Aerolíneas Argentinas S.A. y su capacidad de continuar sus operaciones para la generación de los derechos crediticios cedidos ante un escenario de estrés financiero. Se consideró su calidad de aerolínea de bandera, el total de pasajeros transportados y vuelos efectuados durante el período enero 2001-agosto 2023 - información disponible en la Administración Nacional de Aviación Civil (ANAC)- y su vínculo con el Estado Nacional.

Para estimar el flujo mensual de los derechos de cobro, FIX analizó la evolución histórica y las proyecciones en función de los montos cobrados por ARSA por la venta originada en su plataforma de e-commerce para el período enero 2018-agosto 2023. La información fue provista por ARSA, pero procesada y analizada por la calificadora. Se utilizaron distintos escenarios macroeconómicos para estimar el flujo en dólares estadounidenses. La variación del tipo de cambio fue analizada respecto de las variaciones a 1, 2 y 3 meses del tipo de cambio nominal promedio mensual publicado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) entre marzo de 2002 y agosto de 2023.

El flujo mensual estimado en distintos escenarios se le netearon los gastos e impuestos, al fondeo de las cuentas del fideicomiso y al repago de los VDF de acuerdo a sus términos y condiciones y dentro de los tiempos de retención.

**Análisis de sensibilidad:** se sensibilizó el flujo de fondos estimado de los bienes fideicomitados con el fin de evaluar los ratios de cobertura de los servicios de los VDF. Las principales variables son: volumen de ventas web de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina con las tarjetas VISA, evolución del tipo de cambio \$/USD, capacidad de ARSA de continuar generando los bienes fideicomitados, gastos e impuestos del fideicomiso y fondo de reserva.

FIX estima que la estructura presenta buenos ratios de cobertura de los servicios de deuda (DSCR) en los distintos escenarios modelizados. El servicio de deuda se estimó en USD 17.391.507, correspondiente al primer pago luego del período de gracia, y un fondo de reserva por USD 4.290.107 al inicio del mismo período. El fondo de pago se fondeará 30 y 60 días posteriores a una fecha de pago por un monto igual al 0,65x y 1,30x el próximo servicio de los VDF, verificándose cada 15 días que se encuentre correctamente fondeado.

Escenario	Flujo mensual promedio	DSCR	
		Sin fondo de reserva	Con fondo de reserva
Base	USD 27.871.508	3,21x	3,45x
Estresado	USD 23.701.698	2,73x	2,97x
2021	USD 15.501.811	1,78x	2,03x

Fuente: FIX

El escenario base, se estima un flujo mensual normalizado de USD 27,9 millones considerando que las ventas de los pasajes internacionales incluyen la percepción del impuestos y percepciones (representan alrededor del 50% de los flujos de estas ventas que no corresponderían en un contexto de una eliminación de la brecha cambiaria). El escenario estresado contempla las ventas de 2019, previo a la pandemia. FIX no consideró un evento de pandemia similar al 2020 dado los aprendizajes respecto del manejo de la misma.

Los DSCR calculados asumen la emisión de la serie I por hasta un VN USD 100 millones, de haber series adicionales emitidas dentro del programa, las mismas serán subordinadas a la serie I. La calificación de los VDF Serie I es consistente con los escenarios de estrés presentados y con la capacidad de Aerolíneas Argentina de continuar generando los activos fideicomitados durante la vigencia del fideicomiso.

La calificación puede verse afectada negativamente en caso de un deterioro de la calidad crediticia de ARSA y/o de su capacidad de continuar generando los bienes fideicomitados.

Asimismo, una disminución de los DSCR por debajo de los estimados en los distintos escenarios, indistintamente de los motivos, podrían implicar una baja de la calificación.

En el caso que el Estado Argentino deje de prestarle soporte a la empresa, el mismo deberá analizarse en el contexto de la situación operativa y crediticia de ARSA a ese momento.

En el caso de una mejora operativa y crediticia de ARSA que disminuya la asistencia del Estado Argentino y logre una estabilidad de sus operaciones conjuntamente con muy buenos DSCR, podría implicar una suba de calificación de los VDF.

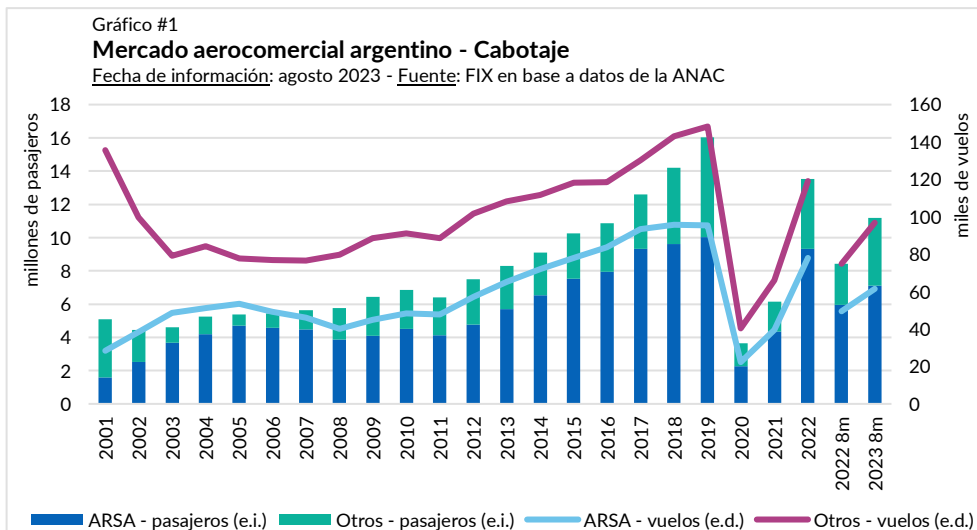
**Análisis de los activos:** el principal riesgo crediticio de los VDF reside en la capacidad de Aerolíneas Argentinas de continuar generando los bienes fideicomitidos cedidos en la cuantía suficiente para mantener los buenos ratios de cobertura de los servicios de deuda. Se realizó una evaluación crediticia de ARSA y su capacidad de continuar sus operaciones para la generación de los derechos crediticios cedidos ante un escenario de estrés financiero.

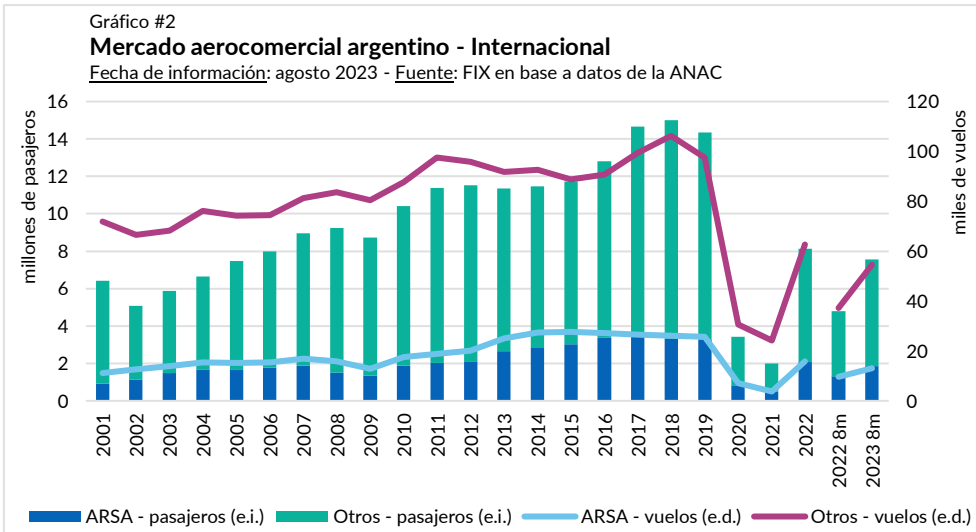
FIX considera que ARSA posee una muy buena capacidad para continuar generando los derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina dentro de la venta web con las tarjetas VISA (los bienes fideicomitidos). ARSA es la aerolínea de bandera del Estado Argentino, es líder absoluta del mercado local de transporte de pasajeros.

Los bienes fideicomitidos son originados en pesos, aunque su precio está vinculado al dólar estadounidense debido a que es la moneda transaccional del servicio aerocomercial. Por lo que las variaciones en el tipo de cambio \$/USD puede afectar el monto de los flujos cedidos. FIX opina los flujos cedidos, incluyendo el fondo de reserva, son suficientes para cubrir posibles variaciones bruscas en el tipo de cambio.

**Desempeño de los activos:** en el gráfico #1 se puede observar la evolución del mercado aerocomercial argentino y la participación de Aerolíneas Argentinas respecto del total. Entre 2001 y agosto de 2023, ARSA ha tenido un promedio del 68,6% de pasajeros transportados y el 58,6% de los vuelos lo que indica su posición de líder absoluta en el mercado local. En los 8 primeros meses de 2023, el volumen de pasajeros de cabotaje se incrementó un 19,4% a un total de 7,1 millones de pasajeros y los vuelos +23,8% respecto de igual periodo del año 2022; en su totalidad, el mercado de cabotaje creció un 32,6% en pasajeros y 29,4% en vuelos.

En el gráfico #2, se detalla el mercado de aerocomercial internacional desde Argentina. En este caso, el promedio de pasajeros transportados por ARSA es de 11,3% durante el período 2001-agosto 2023, pero en los últimos 8 años el promedio se incrementó al 13,0%. Respecto de los vuelos, el promedio es del 22,4% y similar para en los últimos 8 años lo que implica que con la misma cantidad de vuelos se transportó más pasajeros. En los 8 primeros meses de 2023, los pasajeros se incrementaron un 40,0% y 35,2% en vuelos respecto del mismo periodo de año anterior, mientras que el total del mercado creció 57,4% y 46,6%,



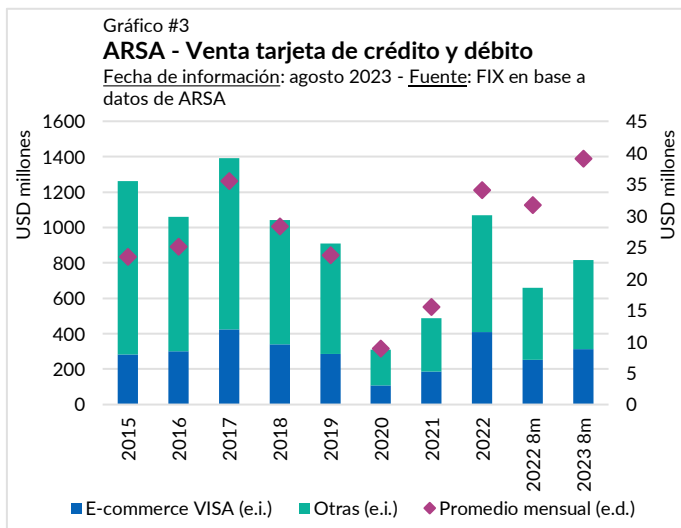


respectivamente.

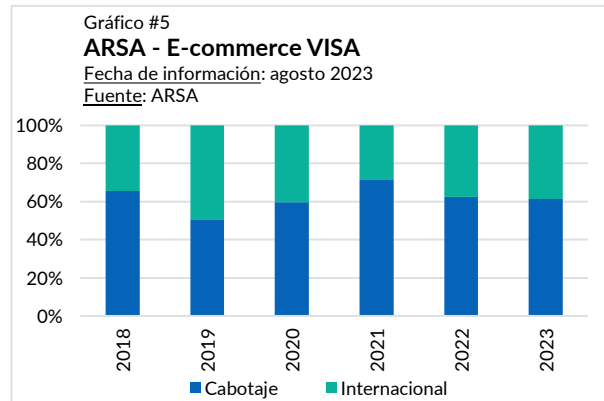
Se puede observar cómo el mercado aerocomercial continúa su recuperación luego de la pandemia por COVID-19. El mercado de cabotaje, se estima que en 2023 se recupere a niveles similares a 2019, sin embargo, el volumen internacional continúa un 20% por debajo de dicho año en pasajeros y un 15% en vuelos. En ambos casos se observa un contexto de mayor competencia entre los operadores.

En los gráficos #3 y #4 se observa la venta de ARSA con tarjeta de crédito en Argentina y la participación de la venta web con la tarjeta de crédito VISA (e-commerce VISA), que alcanza un promedio de 36,0% del total de ventas con tarjetas de crédito y débito. Se debe recordar que los bienes fideicomitidos son originados en pesos, aunque su precio está vinculado al dólar debido a que es la moneda transaccional del servicio aerocomercial. Para la conversión de los flujos mensuales de pesos a dólares se utilizó el tipo de cambio nominal promedio mensual informado por el BCRA que usa como base el tipo de cambio de referencia comunicación "A" 3500.

Respecto del flujo promedio mensual, se puede observar en el gráfico #3, que los valores de 2022 y 2023 se encuentran por arriba de los años anteriores a 2019, con excepción de 2017, ello se debe a que dentro de las ventas de los pasajes internacionales se incluyen impuestos y percepciones (representan alrededor del 50% de los flujos de estas ventas) que no corresponderían en un contexto de una eliminación de la brecha cambiaria. En el gráfico #5 se detalla la apertura de la venta del e-commerce VISA entre pasajes de cabotaje e



internacionales. Si comparamos la evolución de pasajeros versus la cobranza de pasajes internacionales entre 2022 y 2019. En 2022, la cantidad de pasajeros internacionales es un 35,8% menor a los de 2019, pero el flujo cobrado es un 8,8% mayor. Se debe recordar que el impuesto P.A.I.S. se establece a finales de 2019 y las percepciones a partir de mediados de 2022.



Por último, los contracargos de e-commerce VISA (fraudes) representan un promedio de 0,28% de las ventas, considerado muy bajo.

**Riesgo de Contraparte:**

**Aerolíneas Argentinas:** FIX identifica una fuerte relación entre Aerolíneas Argentinas S.A. y el Estado Nacional, a partir de la fortaleza del vínculo. El Estado Nacional controla el 99,999% de las acciones de ARSA, históricamente le ha prestado soporte para hacer frente a deudas y acceso al mercado de cambios para repago de deudas en el exterior. Los planes de negocios e inversión están totalmente alineados con la política social y turística del Estado Nacional, teniendo objetivos más allá de los operativos y financieros. Desde su reestatización en 2008, el Estado Nacional ha realizado todos los años transferencias que son capitalizadas, las mismas están incorporadas en el presupuesto nacional que es presentado ante el Congreso cada año. En el período 2008-2022, acumuló un total de USD 7.909 millones (promediando USD 527 millones por año y alcanzando USD 353 millones en 2022). Adicionalmente tanto el Tesoro Nacional como el BNA (también controlado por el Estado Nacional) han sido garantes de operaciones de leasings operativos, leasings financieros y de préstamos en el exterior para la compra de aeronaves.

Aerolíneas Argentinas, la aerolínea bandera del Estado Argentino es líder absoluto del mercado local de transporte de pasajeros con el 70% de participación y Líder con el 26% de participación en vuelos internacionales desde Argentina. Debido a la recuperación del volumen de pasajeros y de cargas luego de la pandemia por COVID-19, el tráfico de pasajeros manejado por ARSA llegó a los 11,5 millones en 2022 creciendo un 137% frente al año anterior, en línea con el crecimiento de las ventas. El repunte en la cantidad de pasajeros locales fue del 115% llegando a las 9.4 millones de pasajeros, mientras que el aumento de pasajeros en vuelos internacionales fue de 335% con respecto a 2021, alcanzado los 2,1 millones pasajeros.

ARSA cuenta con una flota operativa de 78 aviones, de los cuales 24 son propios, 48 bajo contratos de leasing operativo y 6 bajo leasing financiero. De esas aeronaves, 9 están dispuestas ara vuelos internacionales de larga distancia (más de 8 horas de duración) y, según información de gestión, en septiembre 2023 ingresaría la 10° y proyectan llevar dicha flota a 12 aviones para 2026. A su vez, a diciembre 2022 emplea a 11.682 trabajadores (70% en tierra nacional, 28% en vuelo y 2% en tierra internacional), una planta 14,2% por encima de 2019. Si se compara la planta con respecto a las ventas, en el último ejercicio mostró la mejor relación de los últimos 5 años: USD 164.795 de ingresos por trabajador, un 265% por encima de 2021 y 22% sobre 2018. FIX espera que el Plan de negocios 2023-2026 se completaría con la misma dotación de Recursos Humanos actual de menos de 12.000 trabajadores.

Durante el 2023, el Estado Nacional solo ha transferido \$ 6.000 millones (equivalentes a USD 23,4 millones) correspondientes al presupuesto 2022. A la fecha no han recibió las transferencias estipuladas en el presupuesto Nacional 2023. Ante la necesidad de llevar a cabo un plan de inversiones principalmente para el mantenimiento de motores tanto de aviones propios como alquilados, reconfiguración de cabina, wifi abordó, entre otros, el Directorio de ARSA aprobó en julio de 2023 la constitución de un programa global de valores fiduciarias por hasta USD 300 millones denominado GLOBAL ARSA.

El Patrimonio Neto de ARSA es consistentemente negativo, aunque el mismo desde 2020 se viene reduciendo en términos de USD. ARSA a diciembre 2022 contaba con una deuda financiera por USD 370 millones (del cual el 83% esta denominado en moneda extranjera) estando el 57% de concentrado en el corto plazo y el restante 43% en el largo plazo. De los cuales el 39% es bancaria (BNA), el 28% por arrendamientos financieros, el 16% por la compra de aeronaves propias, el 11% con el Fideicomiso de Fortalecimiento del Sistema Aeroportuario Argentino y el restante 6% se reparte entre adelantos de cuenta corriente con bancos locales y otras deudas. ARSA tenía a dic.'22 una débil posición de liquidez, pese a tener caja y equivalentes por USD 229 millones, aunque en plena mejora, ya que tomando en cuenta el EBITDAR la caja logra cubrir el 46% de la deuda de corto plazo y alquileres, desde el 1% en 2021 y valores negativos en los años anteriores. En tanto la cobertura de intereses con EBITDAR es negativa.

Los VDF de la serie I representarían un 4,9% de la deuda total lo que se considera bajo.

**BICE Fideicomisos S.A.:** posee una muy buena experiencia y un buen desempeño como fiduciario de securitizaciones, se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable'. La misma es una entidad fiduciaria cuyo controlante y accionista principal es BICE ['AA(arg)/Estable/A1+(arg)'].

**Banco Nación:** los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco Nación ['AA(arg)/Estable/A1+(arg)'] de titularidad del fiduciante, que estará sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Las cuentas fiduciarias se encontrarán abiertas en el mismo banco o en donde el fiduciario lo determine.

**Payway S.A.U.:** es la contraparte para el pago de los bienes fideicomitados. FIX considera que la calidad crediticia de la misma es consistente con la calificación de los VDF.

### Riesgo de Estructura

FIX considera que ARSA posee una muy buena capacidad para continuar generando los bienes fideicomitados cedidos al fideicomiso financiero Global ARSA I.

Existen dos cuentas por las que pasará el flujo para ser destinado al pago de los VDF:

**Cuenta en el banco pagador:** abierta en el Banco Nación, recibirá todos los importes derivados de los bienes fideicomitados. Esta cuenta es en pesos, a nombre de ARSA, con uso restringido y con imputación al fideicomiso, en la cual se acreditarán y/o transferirán los derechos de cobro. Los fondos que se encuentren en la cuenta en el banco pagador deberán ser transferidos a la cuenta fiduciaria recaudadora en forma inmediata y en conformidad con la instrucción irrevocable de transferencia otorgada por el fiduciante al fiduciario antes de la fecha de emisión.

El fiduciante otorgará a favor del fiduciario y en beneficio exclusivo de los beneficiarios un derecho real de prenda en primer grado de privilegio sobre la cuenta en el banco pagador y una cesión fiduciaria con fines de garantía de los saldos que de tanto en tanto se encuentren depositados en ella. El importe del crédito garantizado bajo el contrato de prenda y cesión fiduciaria con fines de garantía será igual i) al monto de capital total que en cualquier momento se adeude bajo los valores fiduciarios con más sus accesorios devengados e impagos y ii) los montos necesarios para cubrir el fondo de Gastos, el fondo de reserva y el fondo de pago.

**Cuenta fiduciaria recaudadora:** es la cuenta corriente en pesos abierta a nombre del fideicomiso y a la orden del fiduciario, en la cual se depositarán los fondos bajo los derechos de cobro provenientes de la cuenta en el banco pagador.

En la medida en que: i) no hubiera ocurrido ni se encuentre vigente un evento especial; ii) se hubiera transferido a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas de dinero necesarias para realizar los pagos establecidos y mantener debidamente fondeadas las cuentas fiduciarias; y iii) existan fondos remanentes disponibles en la cuenta en el banco pagador, dichos fondos remanentes se liberarán a favor del fiduciante dos veces por semana, los días lunes y jueves, mediante una o más transferencia a las cuentas que indique el fiduciante.

El fiduciario contabilizará dentro de la cuenta fiduciaria recaudadora los siguientes fondos:

- i) **Fondo de pago:** mantendrá los importes necesarios para pagar los servicios bajo los VDF. El fondo de pago se considerará debidamente fondeado si: i) a los 30 días de sucedida una fecha de pago, tiene monto equivalente a 0,65x el próximo pago de servicios, y ii) a los 60 días de sucedida una fecha de pago, por un monto equivalente a 1,3x el próximo pago de servicios.
- ii) **Fondo de reserva:** inicialmente se fondeará de lo producido de la colocación de los VDF y luego de los flujos de los bienes fideicomitidos. Los importes del fondo de reserva serán aplicados por el fiduciario al pago de los servicios de los VDF, cuando por cualquier causa los fondos líquidos disponibles en el fondo de pago resultarán insuficientes para efectuar el pago de dichos servicios, a fin de mantener el pago de dichos servicios según el cuadro teórico de pago de servicios, o para el pago de los intereses sobre los VDF ante cualquier insuficiencia de fondos originados por cualquier otro evento. En el supuesto de que existieran excedentes del fondo de reserva, así como también excedentes derivados del producido que genere la inversión de dichos fondos, estos se liberarán en las fechas de pagos de servicios correspondientes y transferirán a una cuenta que el fiduciante indique.

El fondo de reserva se considerará debidamente fondeado si:

Meses de la fecha de emisión		Monto respecto del próximo pago de los VDF	
Desde (inclusive)	Hasta (exclusive)	Intereses	Capital
0	14	2x	0x
14	15	2x	1/6x
15	16	2x	1/3x
16	17	2x	1/2x
17	18	2x	2/3x
18	19	2x	5/6x
19	36	2x	1x

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

- iii) **Fondo de gastos:** para cubrir los gastos deducibles del fideicomiso. El monto mínimo será el necesario para afrontar los gastos deducibles de los próximos tres meses. El monto inicial será retenido de la colocación de los VDF y su reconstitución provendrá de los flujos de los bienes fideicomitidos.

En cualquier fecha de verificación (quincenalmente) en que el saldo de los fondos sea inferior al importe requerido, el fiduciario destinará los fondos existentes en la cuenta fiduciaria recaudadora o, en su defecto, fondos existentes o que se recauden en la cuenta en el banco pagador, la suma necesaria para restablecer los fondos en dicho límite. La retención se efectuará continuamente según convenga a las necesidades del fideicomiso.

Los VDF estarán denominados en dólares y los servicios serán abonados en pesos al tipo de cambio aplicable por el fiduciario. Si bien, dadas las características del rubro, ARSA lleva en paralelo una contabilidad con números valuados en moneda extranjera, el activo fideicomitido esta denominado en pesos y pueden existir riesgos de exposición a descalce y volatilidad cambiaria. De todas maneras, cuando se analiza el flujo total de la compañía por el canal de venta fideicomitido, la holgura de los DSCR y las mejoras crediticias de la estructura, FIX estima los VDF son capaces de soportar posibles futuras desfasajes cambiarios.

El tipo de cambio aplicable será el mayor entre: i) tipo de cambio mayorista (Comunicación "A" 3500 del BCRA); ii) tipo de cambio billete vendedor del BNA; o iii) el tipo de cambio utilizado para la venta de pasajes aéreos internacionales expresado en dólares estadounidenses dentro del territorio de la Argentina.

**Eventos especiales:** se considerará un evento especial a cualquiera de los siguientes supuestos, entre otros: i) la falta de cancelación en su totalidad de 2 servicios consecutivos de los valores fiduciarios; ii) la cancelación de la oferta pública de cualquiera de los valores fiduciarios; iii) si los activos fideicomitidos se viesen afectados de tal manera que resultara comprometida su función de garantía; iv) la falta de cumplimiento por parte del fiduciante de cualquier obligación establecida en el contrato de fideicomiso y dicho incumplimiento no fuere remediado dentro de los 10 días hábiles de intimado por el fiduciario; v) en caso de venta, cesión, transferencia (incluyendo, pero no limitado, a transferencia de fondo de comercio), privatización y/o expropiación (incluyendo, pero no limitado, a fusiones propiamente dichas y/o fusiones por absorción) de los deudores cedidos y/o del fiduciante,

siempre y cuando, la persona sucesora no asuma sus deudas, incluyendo, pero no limitado, a los derechos de cobro. De no subsanarse el evento especial dentro de los plazos estipulados, el esquema de amortización será mensual hasta la amortización total de los valores fiduciarios, el cupón de los valores fiduciarios se elevará al 9,0% y el fiduciario convocará a una asamblea de beneficiarios para disponer, o no, la liquidación anticipada del fideicomiso.

### Riesgo de Mercado

El presente fideicomiso se encuentra sujeto a todos los riesgos inherentes al mercado aerocomercial podrían incidir en alguna medida sobre el repago de los valores fiduciarios. En estos riesgos se incluyen, entre otros, la capacidad de generación de los bienes fideicomitidos de Aerolíneas Argentinas, moneda de denominación y tipo de cambio utilizado para el pago de los bienes fideicomitidos y de los valores fiduciarios.

FIX considera que ARSA posee una muy buena capacidad para continuar generados los derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina bajo el comercio N°15442585 (venta web) con las tarjetas VISA. ARSA es la aerolínea de bandera del Estado Argentino, es líder absoluto del mercado local de transporte de pasajeros.

FIX opina que el riesgo por el uso del tipo de cambio aplicable en fechas distintas (base de cálculo) se encuentra adecuadamente mitigado por la holgura en los ratios de DSCR, el monto objetivo de los fondos de reserva y de pago y que la frecuencia quincenal de verificación que los mismos estén adecuadamente fondeados. No existe descalce de moneda entre el tipo de cambio aplicable y el usado para la venta de pasajes ya que los mismo siguen al tipo de cambio mayorista (Com. "A" 3500); sin embargo, el tipo de cambio a aplicar para la venta de pasajes y una fecha de verificación puede ser de hasta 15 y siendo la máxima devaluación del peso -en ese horizonte temporal- de hasta un 41,8% (ver gráfico #6)

Por último, la extensión de los efectos económicos-financieros resultantes de las medidas para contener la propagación del virus COVID19 continúa aun siendo inciertos. FIX no estima que se vuelva a una situación de cierre total como ocurrió entre fines de marzo y abril 2020, pero si con cierres parciales. Al respecto, la información anteriormente analizada muestra cómo se han comportado los bienes fideicomitidos durante la pandemia y dentro del marco de una situación dinámica y cambiante.

FIX entiende que los niveles de estrés aplicados consideran el impacto de un deterioro en las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los VDF y son consistentes con la calificación asignada.

### Riesgo Legal

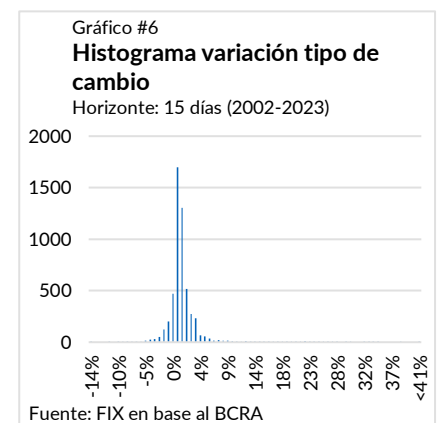
Aerolíneas Argentinas S.A. y BICE Fideicomisos S.A. están constituidos bajo las leyes de la República Argentina. Los VDF, objetos de las presentes calificaciones, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores. Los bienes fideicomitidos se componen de derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina bajo el comercio N°15442585 (venta web) con las tarjetas VISA.

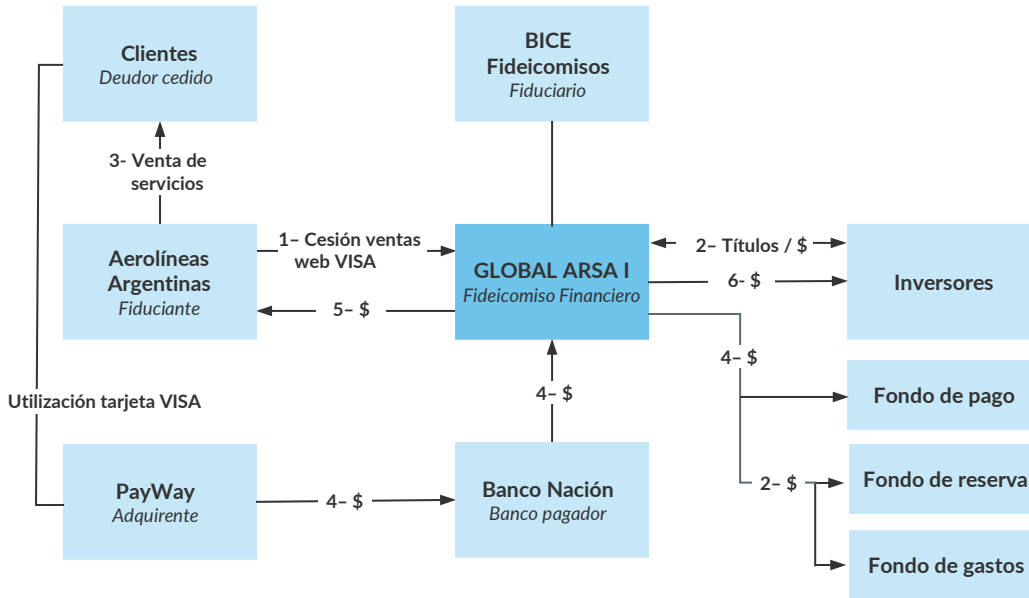
De acuerdo al artículo 205 de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N°27.440) se establece que los fideicomisos financieros no tributarán el impuesto a las ganancias en la medida que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina.

### Limitaciones

Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o



**Estructura Fideicomiso Financiero GLOBAL ARSA I**



Fuente: FIX en base a documentos de emisión

impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

**Descripción de la Estructura**

Aerolíneas Argentinas S.A., como fiduciante, cederá a BICE Fideicomisos S.A., el fiduciario, los derechos de cobro futuros derivados de la venta de pasajes aéreos con tarjetas de crédito y débito VISA adheridas a la red Payway para vuelos internacionales y de cabotaje pagaderos en pesos a través de su plataforma de e-commerce (venta web) a partir de la fecha de corte (que corresponderá a la fecha de emisión de los VDF ) que integrará el activo subyacente del fideicomiso financiero Global ARSA I. En contraprestación, el fiduciario emitirá VDF por hasta un monto de VN USD 100 millones a ser aplicados al plan de desmonte y mantenimiento de motores de la flota de aeronaves de ARSA.

Los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco de la Nación Argentina, de titularidad del fiduciante, que estará sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso. El fiduciario tendrá un poder irrevocable para debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos.

**Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos**

**Estructura financiera:** en contraprestación a la cesión de los créditos, el fiduciario emitirá valores fiduciarios con las siguientes características:

**Estructura Financiera**

Clase	Prioridad	Tipo de Pago	Frecuencia de Pago	Cupón	Amortización esperada según suplemento	Vencimiento legal final
VDF	Senior	Puntual: capital e interés	Trimestral	Fija: 3,0%	Oct/2026	Ene/2027

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión.

**Amortización:** los VDF se amortizarán en 6 cuotas trimestrales consecutivas, de acuerdo con el cuadro teórico de pago de servicios, venciendo la primera de ellas al mes 21 posterior a la fecha de emisión. De darse un evento especial la frecuencia de pago será mensual hasta la amortización total de los valores fiduciarios.

**Cupón:** los VDF devengarán intereses a una tasa de interés nominal anual del 3,0% (tasa de interés aplicable) calculada sobre el saldo de capital pendiente de pago en cada fecha de pago de servicios, venciendo la primera de ellas al mes 3 posterior a la fecha de emisión. De darse un evento especial, la tasa de interés se elevará al 9,0%.

La falta de pago en una fecha de pago de servicios de los valores fiduciarios generará el devengamiento de intereses moratorios sobre las sumas impagas computados desde la fecha en que hubiere ocurrido el incumplimiento, y hasta la fecha en que dichas sumas sean íntegra y efectivamente canceladas, a una tasa nominal anual equivalente al 50% de la tasa de interés aplicable.

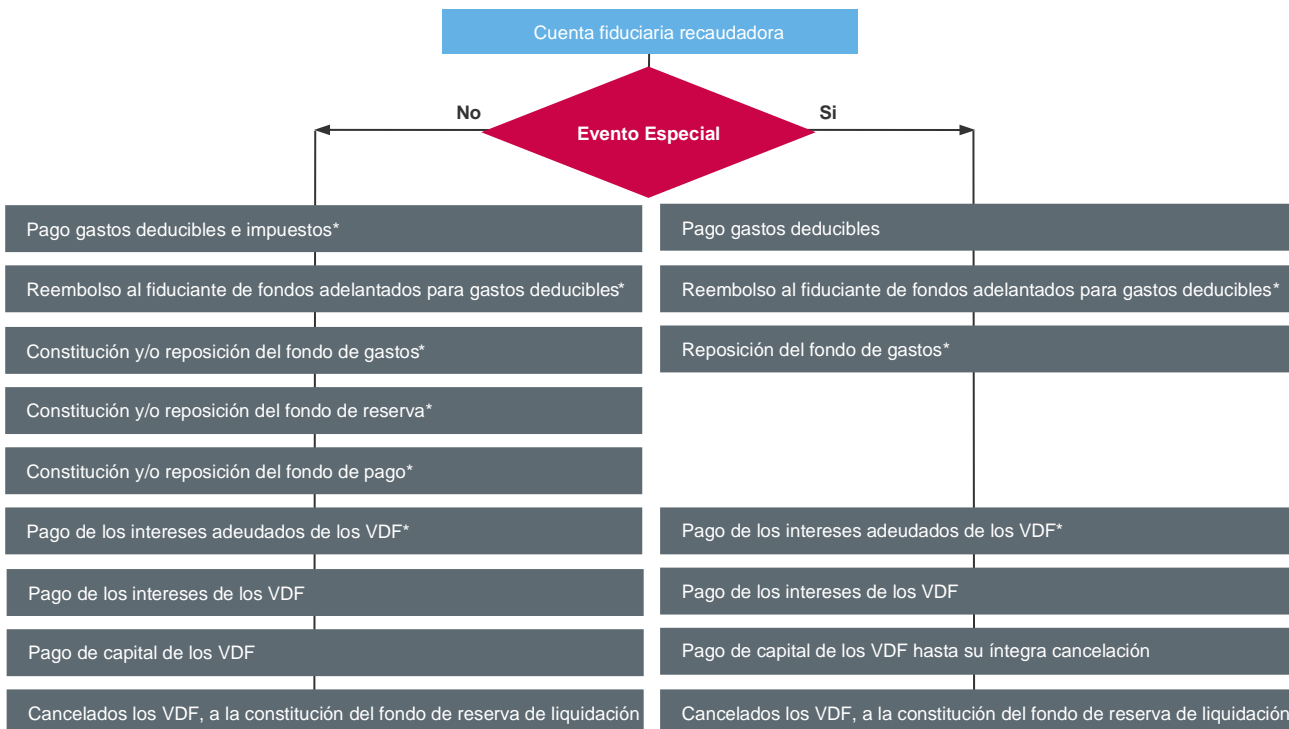
**Mejoras crediticias:** los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco Nación de titularidad del fiduciante, que estará sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso.

El fiduciario tendrá un poder irrevocable para debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos.

La estructura cuenta cláusulas gatillo (eventos especiales) que reducen la frecuencia de pago a mensual, modifican la cascada de pagos y aceleran la amortización de los valores fiduciarios.

**Aplicación de fondos:** el flujo de fondos correspondiente a las cobranzas depositadas en la cuenta fiduciaria recaudadora será destinado, en cada fecha de pago de servicio, conforme se estipula a continuación, y con el grado de prelación y subordinación detallada (cascada de pagos). En un evento especial, sólo se asignarán fondos a cualquiera de los destinos preestablecidos cuando no existieren saldos impagos respecto del destino que le anteceda,

### Cascada de pagos del Fideicomiso Financiero GLOBAL ARSA I



\*de corresponder

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

en el orden de prelación y subordinación indicado.

## Antecedentes

**Fiduciante:** Aerolíneas Argentinas S.A. (ARSA) fue fundada en 1950 por Decreto N° 26.099 por el Estado Nacional tras la estatización total y fusión de cuatro sociedades mixtas (Alfa, Zonda, Fama y Aeroposta), constituyéndose como la principal compañía aérea y con mayor antigüedad del país. En 1990 cambió su tipo societario de Sociedad del Estado a Sociedad Anónima al ser privatizada y adquirida por la estatal española Iberia, por USD 1610 millones y libre de pasivos. Por problemas internos Iberia se declara en bancarrota en 1994 y reduce su participación accionaria, donde la Sociedad Española de Participaciones Industriales (holding de participaciones industriales del Estado Español) comienza a controlar la parte mayoritaria. Durante esta etapa las operaciones se unieron con las de Austral Líneas Aéreas, línea de cabotaje. A pesar del proceso de reestructuración de reducción del pasivo vendiendo aeronaves y propiedades y dando activos a préstamo, en 2001 ARSA entró en convocatoria de acreedores y se cedió el 92,1% de las acciones y el control operativo al Grupo Marsans. Nuevamente en crisis con pasivos y déficit por USD 890 y 250 millones, respectivamente, en septiembre de 2008 las cinco empresas que componen el Grupo Aerolíneas volvieron a formar parte del Estado Nacional bajo la Ley 26.412. En diciembre de 2008, la sanción de la Ley 26.466 estableció de utilidad pública y sujetas a expropiación las acciones de las compañías del grupo, la transferencia de un máximo del 10% del paquete accionario del Grupo a sus trabajadores y la cobertura de las necesidades financieras por el Estado Nacional. En 2020 ARSA absorbió toda la operación de Austral Líneas Aéreas-Cielos del Sur S.A.

Actualmente, ARSA presta el servicio de transporte comercial de pasajeros, correo y cargas y diversos servicios aeroportuarios como la asistencia a pasajeros en aeropuertos y el mantenimiento y reparación de aeronaves de terceros. Opera una amplia red de rutas aéreas en los mercados de Argentina, América y Europa, siendo líder tanto en el mercado de cabotaje como en el internacional: en 2022 obtuvo una participación del 69% en los pasajeros comerciales totales de cabotaje y del 26% en internacionales.

Tiene una flota operativa de 78 aviones, de los cuales 24 son propios, 48 bajo contratos de leasing operativo y 6 bajo leasing financiero. De esas aeronaves, 9 están dispuestas para vuelos internacionales de larga distancia y, según información de gestión, en septiembre 2023 ingresaría la 10ª y proyectan llevar dicha flota a 12 aviones para 2026.

A su vez, a diciembre 2022 emplea a 11.682 trabajadores (70% en tierra nacional, 28% en vuelo y 2% en tierra internacional), una planta 14,2% por encima de 2019. Si se compara la planta con respecto a las ventas, en el último ejercicio mostró la mejor relación de los últimos 5 años: USD 164.795 de ingresos por trabajador, un 265% por encima de 2021 y 22% sobre 2018.

**Fiduciario:** BICE Fideicomisos S.A. (BFSA) [calificado como fiduciario en '1FD(arg)/Estable'] se especializa en la estructuración, organización y administración de fideicomisos, tanto de administración y garantía como financieros, con y sin oferta pública. A su vez, cumple el rol de organizador en emisiones de Letras y Obligaciones Negociables y desempeña otras tareas tales como la de agente de custodia y pago en ciertas transacciones fiduciarias y la de ejercer la administración de préstamos otorgados por fideicomisos, en los cuales reviste la calidad de Fiduciario. Posee especialización y liderazgo en la estructuración y administración de fideicomisos de infraestructura y productivos ligados tanto al sector público como al privado.

La entidad pertenece al Banco de Inversión y Comercio Exterior [BICE, calificado en 'AA(arg)/Estable/A1+(arg)], que posee el 99,46% de las acciones y votos, luego de que, en feb'18 el Directorio del Banco de la Nación Argentina resolviese transferir en carácter de aporte de capital el 100% de su tenencia accionaria en Nación Fideicomisos S.A. (NFSA) a favor del BICE. En feb'19 cambió la denominación social de dicha compañía a BICE Fideicomisos S.A.

NFSA había iniciado sus operaciones en el mercado en 2003, con el objeto de dedicarse por cuenta propia o de terceros a las actividades fiduciarias, de organizador y estructurador, agente de garantía, pago y custodia y asesoramiento y mandatos. Sin embargo, la compañía estuvo expuesta a un elevado riesgo reputacional producto de malas decisiones. En este sentido, el cambio de accionista ha representado un hecho favorable para el fiduciario, dado

que a partir de ese momento comenzó un proceso de mayor integración de gestión operativa con el banco, representando una unidad de negocio adicional e integrada al mismo, a diferencia de lo que sucedía con BNA.

A partir del cambio de accionista la entidad se focalizó en sostener la generación de volumen de negocios bajo criterios técnicos, mejorar sus controles, consolidar un staff de recursos humanos altamente calificados y minimizar el riesgo reputacional.

La estrategia de negocios de BFSa se enfoca en consolidar su liderazgo en la prestación de soluciones especializadas e innovadoras a través de la figura del Fideicomiso, destinadas fundamentalmente a proyectos con alto impacto instrumentados a través del sector gubernamental, dados su alto conocimiento y experiencia en este tipo de estructuras y su vinculación al Gobierno Nacional y reparticiones, así como a gobiernos provinciales y municipales. Cerca del 80% de sus negocios provienen del sector público, en tanto que 11 fideicomisos tienen oferta pública.

A partir de la integración operativa con BICE, la compañía tiene como meta transformarse en un vehículo para la canalización de recursos públicos y privados en sectores productivos que fomenten la sustitución de importaciones, el crecimiento del empleo, el desarrollo tecnológico y la integración de las cadenas de valor, tendiente a mejorar el perfil de la estructura productiva del país, participando en el financiamiento y/o administración fiduciaria de proyectos que impulsen el crecimiento de la economía real.

Dentro del marco de la estrategia del Fiduciario y de su integración al BICE y sus subsidiarias, durante 2019 a BFSa le fueron delegados, ya sea mediante contratos de administración o sustitución de fiduciario, la totalidad de los fideicomisos que estaban bajo la administración de BICE, excepto los de Participación Público Privada, en los que por ley estaba designado el BICE como fiduciario.

Continuó consolidando su posición como estructurador, organizador y administrador de financiamiento de proyectos de infraestructura pública y privada, así como de fideicomisos financieros (del sector público o privado) orientados al desarrollo productivo, con foco en la administración de los fideicomisos FOGAR y FONDEP, a través de los cuales se instrumentó la asistencia del Gobierno Nacional a empresas, autónomos y monotributistas afectados por la pandemia.

BFSa, en el marco del desarrollo de proyectos orientados a la inclusión financiera, estableció una línea de créditos directos, con financiamiento del BID, a través de la cual se otorgan créditos y garantías a PyMEs en forma directa, lo cual constituye una alternativa para aquellas personas y PyMEs no atendidas, o que no califican para la banca tradicional, acompañando al accionista con la política de completar mercados.

También participó de manera activa en el desarrollo de transacciones con foco en los sectores de obras de infraestructura nacional, energías renovables, generación termoeléctrica, facilitación del financiamiento y asistencia a Pymes, Municipios y Provincias, así como en el desarrollo de fideicomisos de administración y de garantía para la construcción de viviendas. BFSa, que actualmente administra la mayor parte del presupuesto destinado por el Gobierno Nacional a Infraestructura de Viviendas, pretende continuar complementando a las entidades financieras tanto públicas como privadas en la tarea de financiar dicha oferta e impulsar la obtención de aportes no reembolsables de organismos multilaterales o subsidio gubernamental, nacional o provincial, que contribuya a la transacción.

Con relación a los proyectos de infraestructura, continuará con el desarrollo de fideicomisos para la construcción de viviendas, administrando la mayor parte del presupuesto destinado por el Gobierno Nacional a infraestructura de viviendas y urbanización de barrios populares con el objetivo de aumentar la generación de oferta de vivienda destinada a los sectores más vulnerables.

FIX estima que el BFSa tiene la capacidad para llevar a cabo su estrategia comercial, beneficiándose de su posición de liderazgo y su vinculación con BICE.

## Anexo I. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el **6 de octubre de 2023**, asignó la calificación preliminar 'AAsf(arg)' con Perspectiva Estable a los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) por un monto de hasta un VN USD 100.000.000 a ser emitidos bajo el Fideicomiso Financiero GLOBAL ARSA I, el detalle es el siguiente:

Clase	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
VDF por hasta VNUSD 100.000.000	AAsf(arg)	Estable	No aplica	No aplica

**Categoría AAsf(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Nota:** la perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

**Fuentes de información:** las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el fiduciante de carácter privado a agosto de 2023 y la siguiente información pública:

- Suplemento de Prospecto y Contrato de Fideicomiso preliminar del FF GLOBAL ARSA I.
- Estados Contables de Aerolíneas Argentina S.A. y compañías vinculadas disponible en <https://www.aerolineas.com.ar/informacion-financiera>
- Estadísticas del mercado aerocomercial disponible en <https://datos.anac.gob.ar/estadisticas/>

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

### Informes Relacionados:

- [BICE Fideicomisos S.A.](#)
- [Banco de la Nación Argentina](#)
- [Puente Hnos S.A.](#)
- [Impacto del COVID-19 en las Finanzas Estructuradas, Mar.30, 2020](#)

Disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)).

**Nota:** las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación fáctica y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.